

Notation encadrée, notation critiquée, mais notation responsabilisée !

Présentation des articles 10 et 11 de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière*

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la C.D.A.C.I.
(Université de Montréal)
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

1^{ère} version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

Chapeau : Mettant fin au *statu quo* qui régnait en matière de notation de crédit, de nouvelles dispositions ont été insérées dans le Code monétaire et financier pour placer les agences de notation de crédit sous surveillance. Sur le fondement du règlement européen n°1060/2009 du 16 septembre 2009, l'AMF se voit tout d'abord confier la mission d'enregistrer ces agences. Ensuite, la compétence réglementaire, d'enquête et de sanctions de l'autorité boursière française se trouve élargie aux activités des agences de notation. Enfin, des mesures définissant un régime de responsabilité applicable aux agences de notation ont été introduites dans le *corpus* normatif français. En dépit de critiques certaines, l'envahissement de la sphère financière par le *rating* imposait un signal fort à destination des agences de notation de crédit.

Mots-clés : Agences de notation de crédit, loi de régulation bancaire et financière, encadrement, enregistrement et surveillance, pouvoirs de l'AMF, taxe de supervision, responsabilité délictuelles, clause exclusive de responsabilité.

I - Introduction

1. C'est dans un chapitre III de la loi de régulation bancaire et financière à l'intitulé ne laissant guère place aux doutes – « *Contrôler les agences de notation de crédit* » – que le législateur français a décidé de modifier la situation qui prévalait jusqu'à présent dans le domaine de la notation de crédit. Ayant relevé pendant un temps de l'autorégulation et de la discipline du marché¹, ce temps n'est plus². Antérieurement à la réforme de 2010, le cadre réglementaire des agences de notation était pour le moins laconique et

* Cette étude sera publiée prochainement au *Bulletin Joly Bourse* (Lextenso éditions) dans un numéro spécial consacré à la réforme financière en France.

¹ Présentant l'évolution des normes déontologiques auxquelles étaient soumises jusqu'alors les agences de notation de crédit : M. Beaubrun, « La déontologie des entreprises de notation », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.), L'Harmattan, 2010, p.19.

² A côté du renforcement de l'encadrement de la notation de crédit, les agences de notation ont pris des mesures visant à améliorer la fiabilité et l'intégrité de leurs notations et, ainsi, restaurer leur crédibilité (AMF, « Rapport 2009 sur les agences de notation », 9 juillet 2010, *spéc.* p.93 et s.).

appréhendait peu la matière³. Au travers de l'adoption de la loi du 22 octobre 2010, le *rating* a fait une entrée remarquée dans le *hard law*⁴ et abandonne sa caractéristique principale d'être un angle mort de la réglementation⁵.

2. Une confiance érodée : Eclatement de la bulle des *subprimes*, sauvetage de la banque anglaise *Northern Rock* puis faillite de la banque américaine d'investissement *Lehman Brothers*, risque de défaut de la Grèce et remise en cause de la soutenabilité des dettes publiques européennes ... l'enchaînement des ces événements a mis en lumière la situation insatisfaisante du droit en matière de notation de crédit. Dénoncée pour leur manque de réactivité face à une sophistication et une segmentation croissante des activités financières conduisant à une multiplication des zones d'ombre et des « *passagers clandestins* », les agences de notations font place à de nombreux doutes quant à leur rôle de garante de la confiance nécessaire *ab initio* à l'efficience des marchés financiers.

3. La notation au cœur de l'actualité politique et juridique : Considérée comme responsable de la situation actuelle⁶, les agences de notation font l'objet de plusieurs initiatives internationales et nationales⁷ dont le texte français est *in fine* en droite ligne⁸. Les questions ont gagné d'autant plus facilement la tribune politique que la quasi-absence de contrainte existante dans la production de la note⁹ eu égard à l'importance du *rating*¹⁰ est devenue insupportable. L'une des interventions les plus marquantes est sans doute celle d'origine nord-américaine. La *Securities and Exchange Commission* d'abord et le législateur ensuite, à travers le *Dodd-Frank Act*, ont amendé le cadre réglementaire des agences de notation pour améliorer la qualité de leur travail et la transparence des informations délivrées, pour faciliter les recours judiciaire à leur encontre et pour renforcer la concurrence dans l'industrie de la notation. En parallèle, l'Union européenne vient de consacrer un début de régulation de l'activité de la notation¹¹ avec l'adoption du règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009¹².

³ A. Couret et H. Le Nabasque (dir.), « Droit financier », Dalloz, 2008, *spéc.* p.135, n°243. Pour des études relatives aux agences après la loi de sécurité financière : B. Dondero, M. Haschke-Dournaux et S. Sylvestre, « Les agences de notation », *Actes Pratiques*, 2004, p.5 ; J.-M. Moulin, « Encadrement juridique des activités d'analystes financiers et des agences de notation », *R.D.B.F.*, 2004, p.465.

⁴ La notation fait partie des thématiques qui invitent le juriste à renouveler sa réflexion sur les sources du droit (à propos de la construction nouvelle du droit : K. Benyekhlef, « Une possible histoire de la norme : les normativités émergentes de la mondialisation », éd. Thémis, 2008).

⁵ Nous faisons référence à l'étude du professeur Couret : A. Couret, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *R.S.*, 2003, p.765.

⁶ J. Chartier, « Rapport sur le projet de loi de régulation bancaire et financière (n°2165) », Assemblée nationale, 25 mai 2010, *spéc.* p.12.

⁷ D'autres initiatives sont encore en cours d'élaboration. Au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié à la mi-juillet 2010 un projet de *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* visant à instaurer un cadre de surveillance réglementaire des agences de notation.

⁸ En Australie, la position est différente puisque c'est une approche de type « *complain or explain* » qui a été choisi pour encadrer l'activité des agences de notation, ces dernières devant divulguer leurs codes de conduite et leur conformité par rapport au code de l'OICV (« Australia's Policy Response to the Global Financial Crises », Address to the Singapore Chapter, CPA Australia, Singapore, April 2009).

⁹ Par exemple : B. du Marais et *alii.*, « Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation », dans *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, B. du Marais (dir.), La documentation française, 2007, *spéc.* p.69.

¹⁰ Présentant « les » rôles de la notation : P. Didier, « La notation financière », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.), L'Harmattan, 2010, p.89.

¹¹ T. Granier, « Le règlement communautaire sur les agences de notation : un début de régulation de l'activité ? », *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 2010, n°1, p.8.

¹² Cf notamment : I. Tchotourian, « Règlement (CE) n° 1060/2009 concernant les agences de notation de crédit : vrai réforme ou faux-semblant ? », *Bull. Joly Bourse*, septembre-octobre 2010, n°5, p. 430 ; J.-M. Moulin, « Le règlement

4. La fin d'un attentisme excessif¹³ : Si les agences de notation de crédit avaient déjà été mises sur la sellette après les scandales *Enron* et *Worldcom* et que les déclarations politiques de l'époque avaient été nombreuses sans déboucher sur des positions concrètes, il en va différemment aujourd'hui. Ainsi que l'illustre la loi française n°2010-1249 du 22 octobre 2010, les agences de notation de crédit sont clairement placées sous contrôle. Toutefois, l'originalité réside dans le fait que cette surveillance dépasse le cadre national pour s'établir au niveau européen, solution que se révèle la seule pertinente au regard de l'envergure internationale des agences¹⁴. Force est de constater que les dispositions nationales sont une adaptation du droit national aux conséquences de l'entrée en vigueur du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit et que certaines sont marquées du sceau de l'éphémère en raison des transformations européennes en cours¹⁵.

5. Afin de présenter l'ensemble des innovations introduites dans le paysage juridique français du *rating*, nous distinguerons ce qui relève, d'une part, de la régulation de l'activité des agences de notation de crédit (I) et, d'autre part, de leur responsabilisation (II).

I - Régulation de l'activité des agences de notation de crédit

6. Création d'une section consacrée à la notation de crédit : La loi du 22 octobre 2010 procède à une réorganisation interne du livre V du code monétaire et financier (« *Prestataires de services d'investissement* »). Ainsi, le chapitre IV du titre IV consacré aux autres prestataires se trouve divisé en deux nouvelles sections. Alors que la première section vise les « *Services de recherche en investissement ou d'analyse financière* » et comprend les articles L. 544-1 à L. 544-3 du Code monétaire et financier¹⁶, les trois dispositions introduites par la loi de régulation bancaire et financière concernant les agences de notation de crédit se trouvent réunies dans une seconde section intitulée « *Service de notation de crédit* ».

7. Organisation de l'enregistrement et de la surveillance des agences : Dans le cadre de cette nouvelle section ayant pour objet le service de *rating*, l'article L. 544-4 du Code monétaire et financier est entièrement réécrit. Si l'alinéa 2 est identique à l'ancienne rédaction de cet article¹⁷, l'alinéa 1^{er} tire les conséquences du récent règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 pour le droit français. Il désigne l'AMF comme autorité responsable, en France, de l'enregistrement et du contrôle de ces agences

européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit », *J.C.P.*, éd. E., 3 juin 2010, n°22, étude 1522, p.12 ; D. Chemin-Bompen, « Un règlement européen sur les agences de notation de crédit », *Revue Lamy de droit des affaires*, 1^{er} janvier 2010, n°45, p.37.

¹³ Expression empruntée au Sénateur Philippe Marini : P. Marini, « Rapport n°703 (2009-2010) fait au nom de la commission des finances », 14 septembre 2010.

¹⁴ P. Marini, *Rapport préc.*

¹⁵ Il en va ainsi en matière de compétence réglementaire, de pouvoirs d'enquête et de sanction de l'AMF (voir *infra* § 9). Dès le transfert des pouvoirs de contrôle et de sanction des agences de notation à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), l'intégralité des dispositions adoptées deviendra sans objet. Seul le droit dû à l'enregistrement sera véritablement mis en œuvre (voir *infra* § 10).

¹⁶ Ces trois textes ne font l'objet que d'ajustements mineurs liés au redécoupage du chapitre IV et au déplacement des règles concernant les agences de notation de crédit dans une partie distincte. Nous pouvons noter toutefois qu'une agence de notation de crédit n'est plus tenue de conserver tous les documents préparatoires à l'élaboration des publications diffusées sous sa responsabilité pendant un délai de trois ans, ni de mettre ces documents à disposition de l'AMF. Cette obligation est sans objet compte tenu du règlement européen.

¹⁷ L'AMF doit publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers. Si le projet initial présenté par le Gouvernement avait supprimé cette obligation, le Sénat l'a rétabli en relevant que la contribution de l'AMF au débat public sur le rôle des agences semble devait être soutenue.

comme l'imposait l'article 22 du règlement européen¹⁸. « *L'Autorité des marchés financiers est l'autorité compétente pour l'enregistrement et la supervision des agences de notation de crédit au sens de l'article 22 du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit* ». Rappelons qu'aux termes du règlement communautaire européen sur les agences de notation de crédit, ces dernières ont dû soumettre, depuis le 7 juin 2010 et jusqu'au 7 septembre 2010, des demandes d'enregistrement au Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CERVM). Ces demandes ont été ensuite transmises aux autorités nationales de supervision compétentes pour instruction avant la fin de l'année 2010.

8. La notation comme service connexe aux services d'investissement : L'article 10 de la loi du 22 octobre 2010 complète la liste des services connexes aux services d'investissement dressée à l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier et pour lesquels les prestataires de services d'investissement ne jouissent pas d'un monopole. Les services connexes aux services d'investissement comprennent dorénavant le service de notation de crédit mentionné aux *a* et *o* du 1 de l'article 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009¹⁹. En faisant de la notation un tel service connexe, la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers est dorénavant applicable à la notation sans qu'il soit nécessaire que celle-ci fournisse un service d'investissement en parallèle de son activité de notation²⁰. En revanche, cette modification de l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier n'affecte que peu le champ d'application de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, dans la mesure où cette dernière interdisait déjà aux agences d'utiliser des informations privilégiées ou de les communiquer hors du cadre normal de l'activité²¹. Mais, la fourniture du service de *rating* se voit soumettre aux modalités et aux conditions définies aux livres V (infrastructures de marché) et VI (abus de marché) du règlement général de l'AMF.

9. Extension des sanctions à l'encontre des agences de notation de crédit : L'article 36 du règlement européen laisse aux États-membres le soin de définir le régime de sanction applicable, sur la base des recommandations devant être établies par le CESR. Tel est l'objet des modifications apportées par la loi du 22 octobre 2010 aux articles L. 621-7, L. 621-9 II et L. 621-15 II et III du Code monétaire et financier.

Concernant le service de notation de crédit, le règlement général de l'AMF détermine dorénavant les conditions d'enregistrement et d'exercice de l'activité des agences de notation de crédit, les obligations relatives à la présentation et à la publication des notations ainsi que les exigences de publication qui incombent aux agences de notation de crédit, les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des agences de notation de crédit et les dispositions propres à assurer leur indépendance d'appréciation et la prévention des conflits d'intérêts et

¹⁸ La proposition de modification du règlement européen formulée le 2 juin 2010 par la Commission européenne vise principalement à prendre en compte la future architecture de supervision européenne. A compter du 1^{er} janvier 2011, l'AEMF remplace le CERVM avec des pouvoirs plus étendus que ce dernier. Bien que l'AEMF se voie transférer l'intégralité des compétences liées à l'enregistrement, au contrôle et aux sanctions des agences de notation, les autorités nationales conservent un pouvoir de surveillance quant à l'utilisation des notations par les institutions qu'elles contrôlent.

¹⁹ Ce service est défini comme toute activité d'analyse des données et des informations et d'évaluation, d'approbation, d'émission et de réexamen des notations de crédit, c'est-à-dire, d'avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier.

²⁰ Sur la situation antérieure : T. Bonneau et F. Drummond, « Droit des marchés financiers », Economica, 2010, *spéc.* p.339, n°245.

²¹ *Ibid.*

les modalités de publication, chaque année, du régime général de rémunération des agences de notation en fonction des catégories d'émetteurs et de produits notés²².

Concernant les contrôles et les enquêtes relevant des pouvoirs de l'AMF, le champ de supervision de l'autorité boursière est étendu afin d'englober au sein des personnes contrôlées les agences de notation de crédit. L'AMF se voit donc confier la mission de veiller au respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des dispositions législatives et réglementaires, les agences de notation ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte²³.

In fine, la réforme de l'automne 2010 place les agences de notation de notation sous le régime de droit commun en matière de sanction tant en termes de procédure (compétence de la commission des sanctions) que d'échelle des sanctions disciplinaires et pécuniaires. La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des agences de notation elles-mêmes au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF. Dans ce cadre, la commission des sanctions de l'AMF peut prononcer l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. Elle peut infliger soit à la place, soit, en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes étant versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public²⁴. Pour les personnes physiques placées sous l'autorité des agences de notation ou, agissant pour leur compte, celles-ci peuvent être également sanctionnées au titre d'un manquement à leurs obligations professionnelles. Là encore, la commission des sanctions de l'AMF a le choix de la sanction : avertissement, blâme, retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités. Elle peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 15 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas d'opération d'initié ou de manipulation de cours ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas ; les sommes étant versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public²⁵.

10. Mise en place d'une taxe de supervision : Alors que l'article 19 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 ne fixe aucune contrainte dans la détermination des frais d'enregistrement si ce n'est l'idée d'une proportionnalité, le II de l'article L. 621-5-3 du Code monétaire et financier prévoit le versement d'une contribution. Un paragraphe 5° ainsi rédigé est ajouté dans l'article L. 621-5-3 II : « *Dans le cadre du contrôle des personnes mentionnées au 16° du II de l'article L. 621-9 [Les agences de notation de crédit], cette contribution est calculée comme suit : a) Le droit dû à l'enregistrement, exigible le jour du dépôt de la demande d'enregistrement, est fixé par décret, pour un montant supérieur à 7 500 € et inférieur ou égal à 20 000 € ; b) Pour chaque année consécutive à l'année d'enregistrement, la contribution est fixée à un montant égal au produit d'exploitation réalisé au cours de l'exercice précédent multiplié par un taux fixé par décret, qui ne peut excéder 0,5 %, sans pouvoir être inférieure à 10 000 €. Elle est exigible à l'issue d'un délai de trois mois à compter de la clôture de l'exercice* ».

²² Nouveau paragraphe XI de l'article L. 621-7 du Code monétaire et financier.

²³ Nouveau paragraphe 16° introduit dans le II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier.

²⁴ Articles L. 621-15 II a) et L. 621-15 III a) du Code monétaire et financier.

²⁵ Articles L. 621-15 II b) et L. 621-15 III b) du Code monétaire et financier.

II - Responsabilisation de l'activité des agences de notation de crédit

11. Le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 ne traite pas du régime de responsabilité des agences de notation qui relève *a contrario* du droit de chacun des Etats membres. Constatant l'inadaptation du cadre classique de la responsabilité civile au rôle des agences de notation dans le secteur financier²⁶, de nouvelles règles – applicables au 1^{er} janvier 2011 – sont mises en place en France dans les articles L. 544-5 et L. 544-6 du Code monétaire et financier faisant, au final, écho aux propositions doctrinales faites quelques temps auparavant²⁷.

12. **Une responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle affirmée mais à portée limitée :** « *Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L.544-4 sont responsables, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit* ». Par cette formule, l'article L. 544-5 du Code monétaire et financier introduit le principe d'une responsabilité pour faute des agences de notation de crédit fondée sur les articles 1382 et 1383 du code civil. Pour mettre en jeu cette responsabilité, trois conditions qu'il appartient au juge de vérifier doivent donc être réunies : une faute, une négligence ou une imprudence, un préjudice et un lien de causalité.

Si la faute ou le manquement aux obligations posées par le règlement européen devraient aisément être établis²⁸, plusieurs difficultés d'application peuvent être signalées. En premier lieu, la preuve de l'erreur doit être rapportée par le demandeur²⁹. En second lieu, la qualification du lien entre la faute et le préjudice peut apparaître délicate dans nombre d'hypothèses. Si une notation favorable joue indiscutablement un rôle dans la décision prise par un investisseur, affirmer que la notation a incité à elle-seule l'investisseur à agir est discutable. Comme le signale le Sénateur Philippe Marini, « (...) les cas dans lesquels le régime de responsabilité pour faute fondé sur l'article L. 544-5 pourra être invoqué avec succès seront sans doute rares mais pas inexistants »³⁰. Loin de répondre à l'ensemble des critiques faites à l'immunité juridique des agences de notation³¹, cette disposition constitue à tout le moins un signal à destination des agences de notation de crédit³².

²⁶ J. Chartier, *Rapport préc.*, p.72 et s.

²⁷ A titre d'illustration : H. de Vauplane, « Pour une responsabilité civile entière des agences de notation », *Mélanges AEDBF-France*, Tome V, 2008.

²⁸ Le rapporteur à l'Assemblée nationale note que la notion de faute englobe les erreurs de notation se caractérisant par une légèreté, une imprudence, c'est-à-dire, un manque de diligence dans l'établissement de la note. Lorsque le manquement est invoqué par un tiers, ce dernier bénéficie de la solution dégagée par l'arrêt d'Assemblée plénière du 6 octobre 2006 en invoquant la faute contractuelle de l'agence de notation à l'appui de sa prétention indemnitaire (Cass. Ass. Plén., 6 octobre 2006, *D.*, 2006, p.2825, note G. Viney ; *J.C.P.*, éd. G., 2006, II, 10181, note M. Billiau et avis A. Giarizzo ; *R.J.D.A.*, 2007-1, p.3, rapport F. Assie ; *R.T.D.Civ.*, 2007, p.115, note J. Mestre et B. Fagès et p.123, note P. Jourdain).

²⁹ La transparence des méthodes et modèles des agences de notation, imposée par le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, devrait faciliter la tâche du demandeur.

³⁰ P. Marini, *Rapport préc.*

³¹ Sur ces critiques, par exemple : V. Jamet, « D'une crise à l'autre : la régulation financière en mouvement perpétuel – le cas des agences de notation », *R.I.D.E.*, mai 2009, Dossier spécial n°2, p.167, *spéc.* p.181 ; B. du Marais et P. Frouté, « Le droit, les agences de notation et la crise du crédit », *Risques*, 2008, n°73-74, p.246, *spéc.* p.251.

³² Cette responsabilité délictuelle n'exclut pas l'application de la responsabilité contractuelle de l'agence de notation à l'égard de son client en cas d'absence d'établissement d'une note dans le délai prévu ou de manquement à l'accomplissement des diligences nécessaires pour que soit délivrée une information juste et objective. Explicitant les hypothèses de responsabilité : F. Leclerc, « La responsabilité des agences de notation », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.), L'Harmattan, 2010, p.129.

13. Un responsabilité contractuelle à assumer : Les clauses aménageant la responsabilité des agences de notation sont habituelles dans les contrats conclus en pratique. L'interrogation est alors de savoir si une agence peut trouver refuge derrière une clause contractuelle pour empêcher l'application de sa responsabilité face à un émetteur qui trouverait que la note qui lui est attribuée est trop basse. En ce domaine, le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 adopte une position nuancée en rappelant que l'émetteur est soumis à des obligations dans le processus de notation. Son considérant 35 indique que « *les agences de notation devraient prendre des mesures de nature à garantir la fiabilité des informations qu'elles utilisent (...). A cette fin, elles devraient (...) prévoir des dispositions contractuelles stipulant clairement l'engagement de la responsabilité de l'entité notée ou de ses tiers liés, s'ils savaient que les informations fournies en vertu du contrat étaient fausses sur le fond ou trompeuses ou s'ils n'ont pas fait preuve, comme le prévoyait le contrat, d'une vigilance raisonnable concernant l'exactitude de ces informations* ».

Le législateur français a réagi à cette pratique. Ainsi, l'article L. 544-6 du Code monétaire et financier indique que « *Les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites* ». L'élément essentiel est ici l'efficacité de la sanction puisque ne disparaît que la clause, le contrat étant maintenu pour le reste³³. Ce texte a toutefois une portée plus réduite que la version originale proposée dans le projet de loi. Loin de cantonner l'interdiction aux clauses exclusives de responsabilité, le projet y avait ajouté les clauses limitatives de responsabilité. Dans l'avenir, il conviendra par conséquent de distinguer ces deux types de clauses. Seules les clauses limitatives de responsabilité demeurent soumises au droit commun qui commande leur mise à l'écart en cas de faute lourde ou dolosive³⁴. Il en va de même des autres aménagements conventionnels qui restent en marge de la réforme d'octobre 2010 et pour lesquelles il faut également renvoyer aux principes de droit commun.

Enfin, face au risque de « *délocalisation* » des contrats justifié par la volonté de contourner le droit de la responsabilité de l'article L. 544-6 du Code monétaire et financier, le législateur est intervenu. En principe, les parties sont libres de choisir qu'une loi étrangère régit leur convention et peuvent échapper à la loi française³⁵. Pour empêcher cet état de fait, le Sénat s'est référé au régime des « *lois de police* » défini par l'article 9 du règlement du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, dite *Rome I*. Rappelons qu'au travers de cette qualification, le juge peut écarter la clause conventionnelle contradictoire avec l'ordre interne. Le choix de placer une convention sous le régime d'une loi étrangère ne permet donc plus de faire obstacle à l'application d'une loi de police interne. En vertu du nouvel article L. 544-5 al. 2 du Code monétaire et financier, tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit.

III - Conclusion

14. La fin du désintérêt législatif a sonné ! Pour le juriste constatant les mutations financières et économiques qui s'opèrent, une question se pose : quelle est la part du droit dans cette évolution ? La réforme de la notation de crédit introduite par la loi du 22 octobre 2010 apporte une réponse. Face au manque de lucidité dont ont fait preuve les agences de notation de crédit, le droit ne pouvait demeurer sans

³³ M. Fabre-Magnan, « Droit des obligations », T. I, P.U.F., 2008, *spéc.* p.439, n°176.

³⁴ F. Terré, P. Simler et Y. Lequette, « Les obligations », Dalloz, 2005, *spéc.* p.612, n°619.

³⁵ Article 3 du Règlement (CE) n°593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles. L'exception prévue à l'article 3 de ce règlement est insuffisante pour assurer une pleine effectivité aux nouvelles dispositions introduites dans le Code monétaire et financier.

réaction. Pouvait-il en aller autrement ? Tout d'abord, le processus de notation est devenu le spectre à travers lequel chaque entreprise doit s'introduire pour asseoir son potentiel de légitimité et démontrer ses performances³⁶. Ensuite, quelle que soit l'importance reconnue à la notation, cette dernière n'est finalement qu'humaine et ne doit aucunement devenir le paravent de ceux qui fuient leurs responsabilités³⁷.

15. Des critiques demeurent : En dépit de l'appréhension par le droit de l'activité des agences de notation de crédit, deux séries de critiques peuvent être émises. La première critique se situe au plan juridique et tient dans le fait que la France édicte *prima facie* une réglementation des institutions de la notation. A l'instar de ce qu'écrit le professeur Didier, la réglementation laisse de côté l'opération de notation elle-même³⁸. Dans la mesure où la notation devient un mécanisme qui se généralise, une standardisation des processus ne serait-elle pas opportune³⁹ ? La seconde critique est liée à l'aveuglement et à l'authentique fascination que les acteurs des marchés vouent au *rating*. Il convient de se « désintoxiquer »⁴⁰ de la notation et de réhabiliter la conscience par les acteurs eux-mêmes des risques qu'ils prennent⁴¹. Or, le droit ne devrait-il pas davantage y contribuer ? ...

³⁶ En ce sens : L. de Graëve, « Notation et liberté de gestion des entreprises notées », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.), L'Harmattan, 2010, p.105, *spéc.* p.128, n°43.

³⁷ T. Bonneau, « Rapport de synthèse », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.), L'Harmattan, 2010, p.197, *spéc.* p.204.

³⁸ P. Didier, *art. préc.*, p.103. Au plan européen, le règlement européen sur les agences de notation de crédit écarte toute ingérence dans la « fabrication » des notations au plan analytique (F. Veverka, « Faut-il une réglementation stricte des agences de *rating* ? », *J.C.P.*, éd. E., 4 juin 2009, n°23, p.43, *spéc.* n°31).

³⁹ Les régulateurs financiers disposent-ils de l'expertise et de la compétence nécessaires pour contrôler les agences de notation de crédit sur ce terrain (M. Zemmer, « Reforming the Credit-Rating Process », *Financial System Review*, December 2002, p.51) ?

⁴⁰ P. Marini, *Rapport préc.*

⁴¹ X. Musca, « Leçons des turbulences sur les marchés financiers : mieux responsabiliser les différents acteurs », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière (dir.), Association d'économie financière, 2008, p.55, *spéc.* p.61.